



中建投信托

国内弱复苏、海外紧缩政策或放缓，蓄势待发

——2022年11月宏观与大类资产配置策略

资本市场业务总部

11月影响资产走势的核心变量

核心因素：

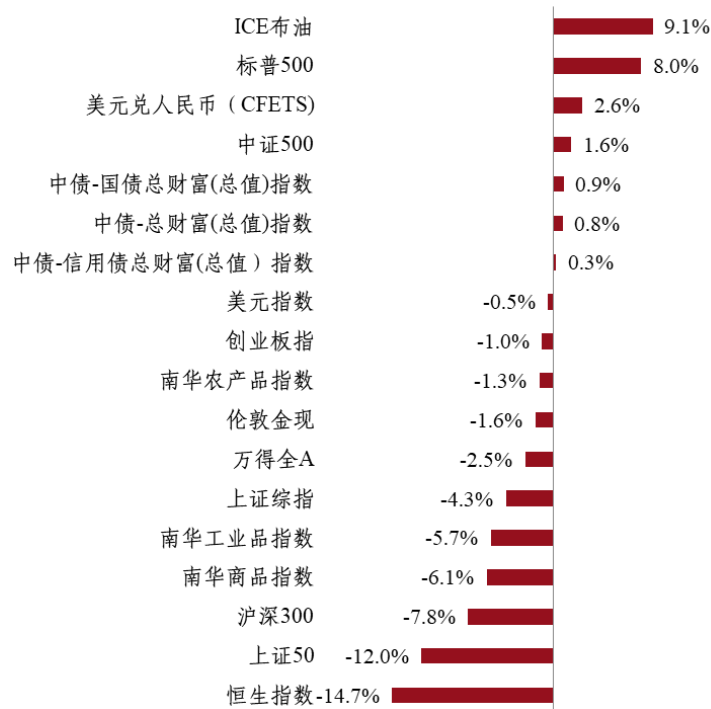
- 一．中国看经济增长，宽松的流动性何时能转化为经济内生增长动力？
- 二．海外看通胀，核心通胀何时出现拐点？货币紧缩政策何时退坡？
- 三．国内政策或将成为更加重要的变量。

主要研判：

- ▣ 10月压制权益市场的三大因素：美联储紧缩超预期、国内疫情、国内地产延续疲弱。近期，这三大因素均发生积极变化：海外流动性压力减轻、防疫政策优化调整以及稳地产的政策密集落地，政策力度不断加强，此外，G20峰会期间中外高层会面也已确定，内外部宏观环境有素有所改善，因此，对权益市场可以乐观看待，其中港股机会好于A股，对债券市场持相对谨慎态度。

10月市场回顾：国内债强股弱

- 国内权益市场，10月延续9月跌势，大盘股跌幅加大。主要原因：一是疫情点状反复扰动经济修复以及美联储加息，人民币汇率承压，北上资金全月净流出573亿元，对市场情绪影响较大；二是10月是三季度业绩披露期，较多公司业绩低于市场预期也影响了市场情绪。10月港股延续下行，主要受对国内经济增长前景的担忧，叠加外资流出增加影响，市场情绪低迷。
- 国内债市，整体走强。本月经济延续弱修复走势、资金面平稳，长短端利率月中窄幅震荡后大幅下行。10Y国债收益率收于2.64%，较上月末下行11.7bp。
- 市场预计美联储未来加息速度可能放缓，美股出现反弹；OPEC+宣布减产，短期原油供给紧张，原油价格大幅上升。



■ 10月涨跌幅

[1] 宏观形势研判

[2] 流动性动态监测

[3] 2022年11月资产配置观点及逻辑框架

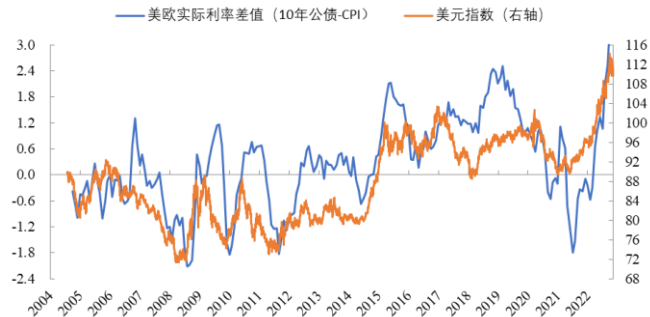
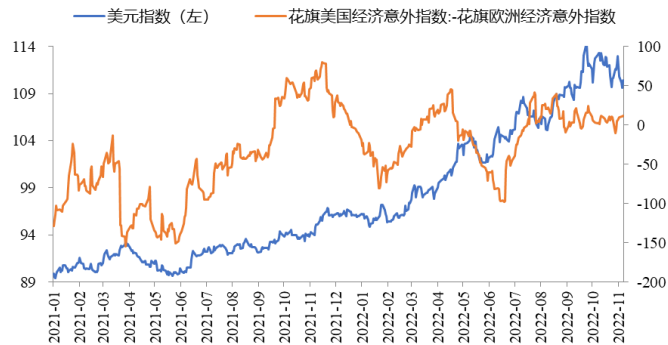
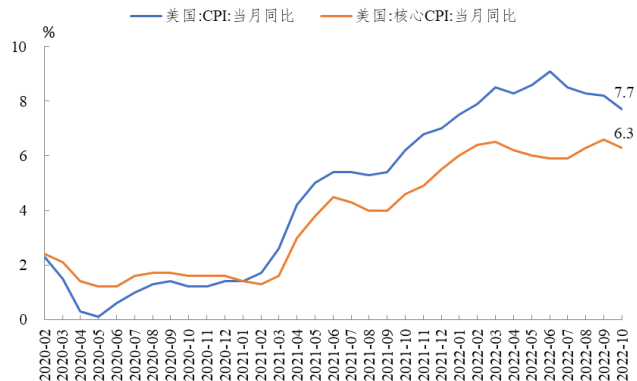
1



PART

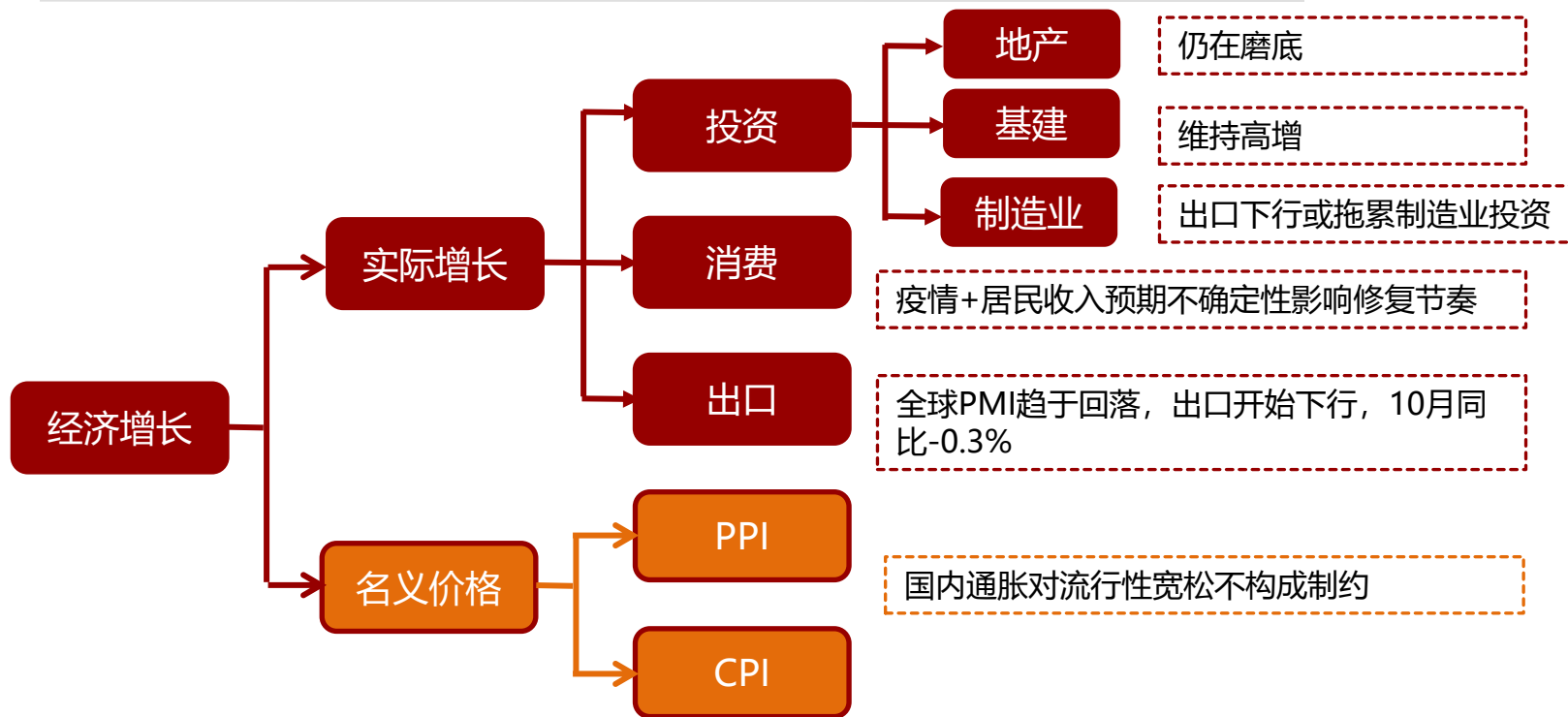
宏观形势研判

美国通胀压力开始缓解，美联储或放慢加息节奏



- 10月美国通胀数据大幅低于市场预期，整体和核心通胀同环比均超预期改善，当前CME利率期货隐含的加息预期终点从5%降至4.75%，12月加息50bp的概率升至80%，美债或筑顶；“美强欧弱”优势收敛但仍存在，美元维持震荡。

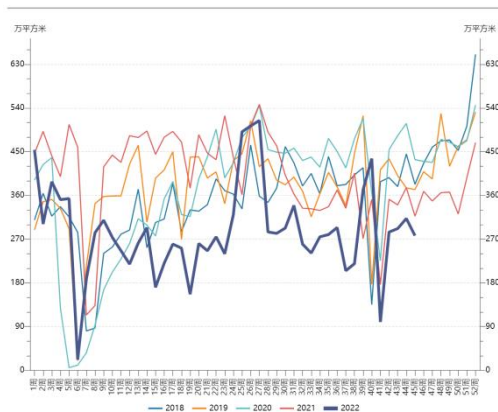
出口下行凸显扩内需必要性



□ 地产销售仍疲弱，同时出口开始回落，经济景气度转向下行，期待积极地扩内需政策发力。

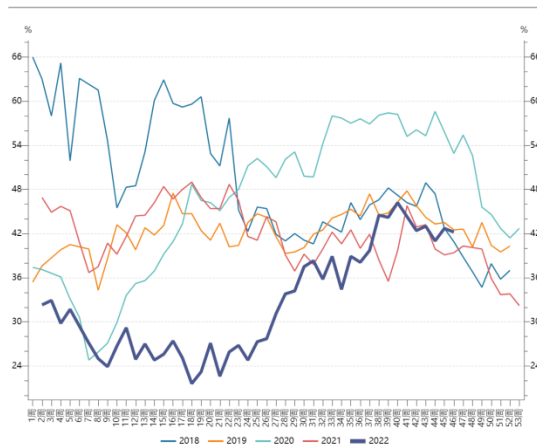
地产仍在磨底，基建维持高增

- 10月房地产销售需求仍然受制于居民购房意愿再度回落。根据中国指数研究院数据，10月重点跟踪的70个城市有43个披露了全月周度销售数据，10月销售面积环比下降6%、同比下降23%，销售额环比下降23%、同比下降27%。
- 高频数据显示：30城商品房销售仍明显弱于历史同期。



数据来源：Wind

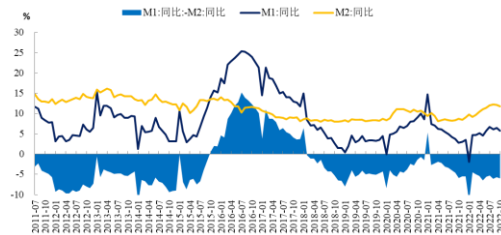
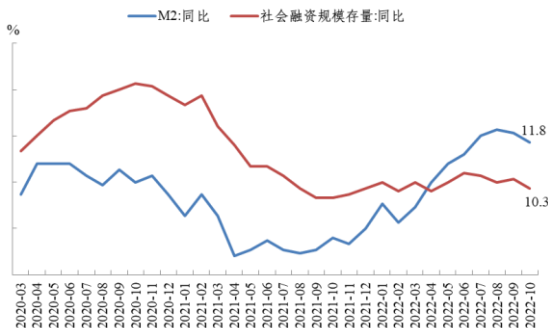
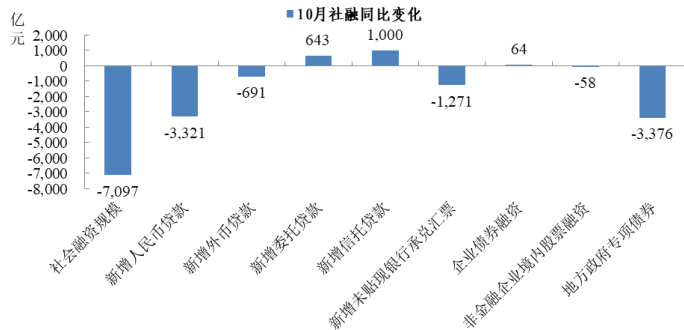
- 10月土木工程PMI较上月小幅回落0.2个百分点至60.8%，继续强于季节性，反映基建仍然在持续发力。
- 沥青开工率等高频指标指向基建投资或将维持高位。



数据来源：Wind

社融再度回落，融资需求仍偏弱

- 10月新增人民币贷款6152亿，预期8242亿，去年同期8262亿；新增社融9079亿，预期1.65万亿，去年同期1.62万亿。信贷、社融均不及预期、消费、地产是主要拖累，凸显需求不足、信心不足。亮点是，企业中长贷连续三个月同比多增，保交楼、设备更新等贷款或是主要推动。
- 居民购房需求冷淡，居民中长贷新增仅332亿，为09年以来同期最低水平，同比少增达3889亿，为7月以来最差单月，显示9月29日宣布的房价连续下跌城市可取消首套商贷利率下限措施未能实质性改善地产需求。
- 宽信用受阻、经济基本面仍弱，国内货币政策宽松仍是大方向。稳地产、优化疫情防控政策也正在积极推进。



2

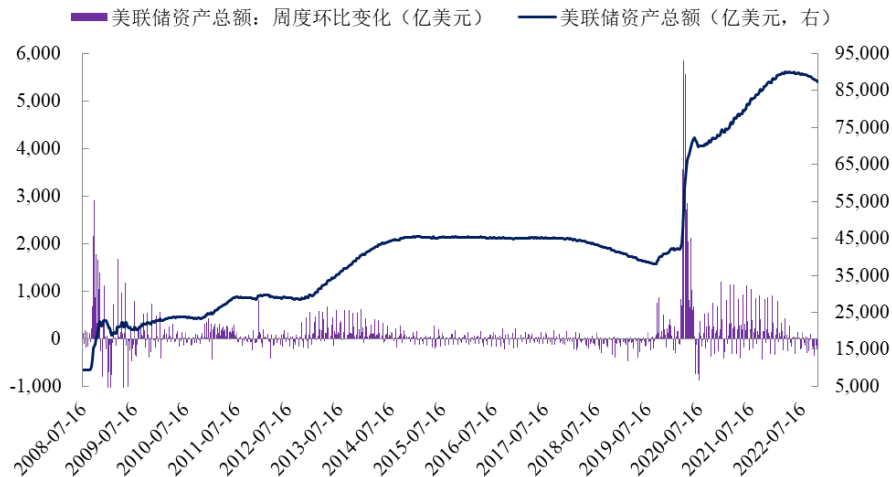


PART

流动性动态监测

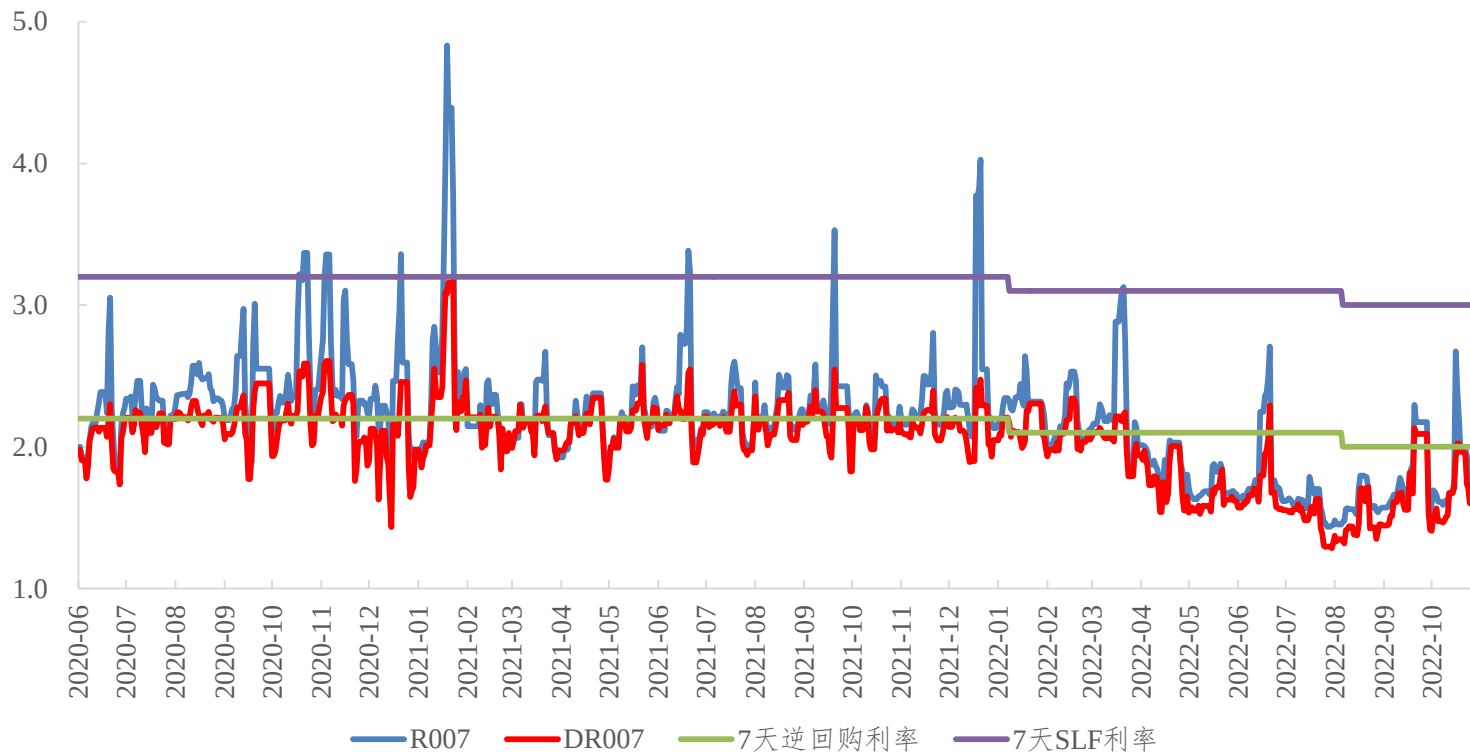


海外流动性：加息或进入下半场、紧缩效应或减弱

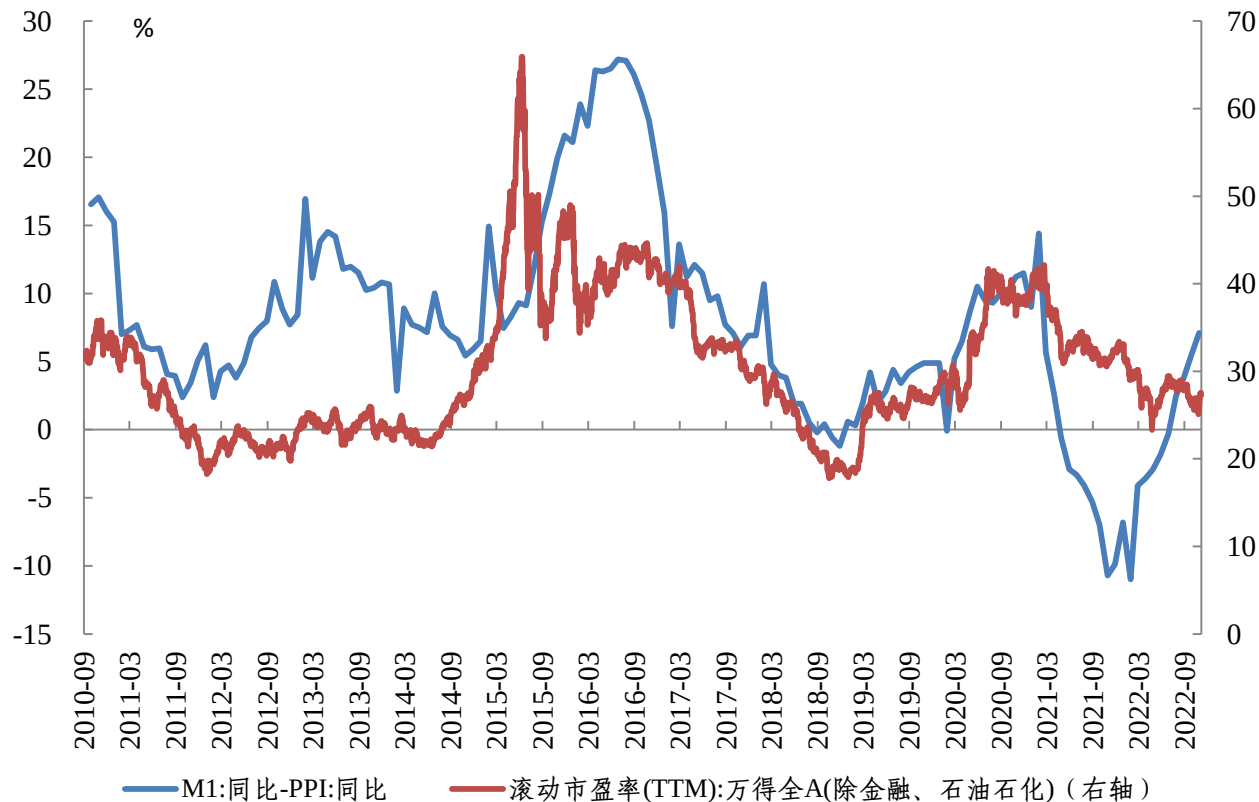


- 11月FOMC如期加息75基点，将联邦基金利率的目标区间提升至3.75%-4%；加息进入下半场：“**更慢、更高、更久**”。鲍威尔在答记者问时表示加息速度不再重要，12月和明年1月或讨论放缓加息节奏。与此同时，鲍威尔释放了“更高、更久”的鹰派信号，一是表示最终利率水平将高于此前预期；二是表示紧缩政策的全面见效仍需时间，尤其在通胀方面，且货币政策对经济活动和通胀的影响是滞后的。

国内银行间流动性：流动性仍充裕

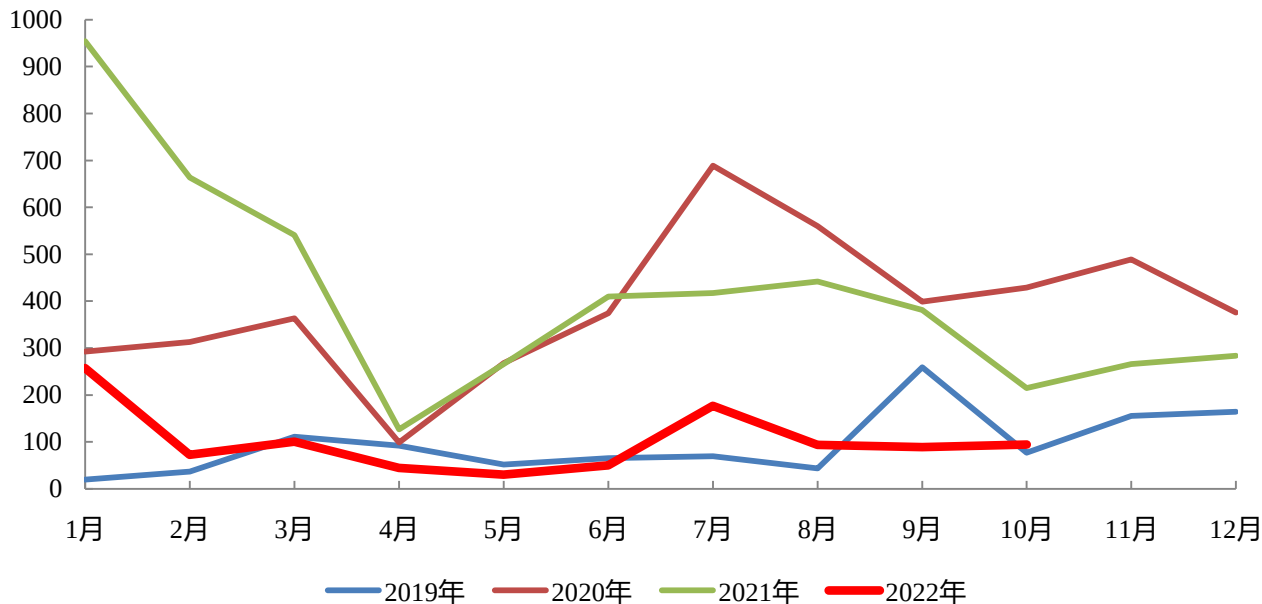


资本市场剩余流动性：不缺流动性，缺信心（未流入资本市场）



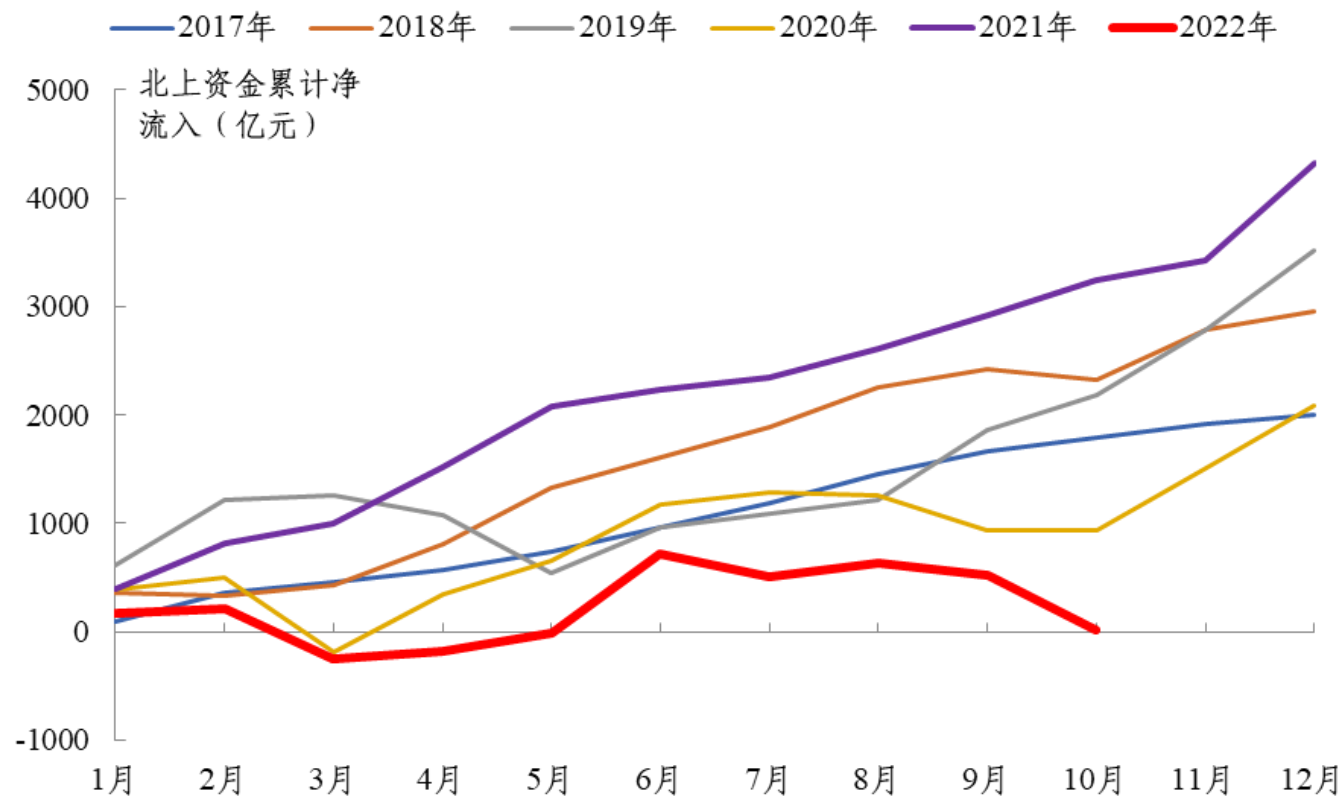
股市流动性一：偏股公募基金发行明显低于过去两年

新成立偏股公募基金每月周平均发行量（亿份）

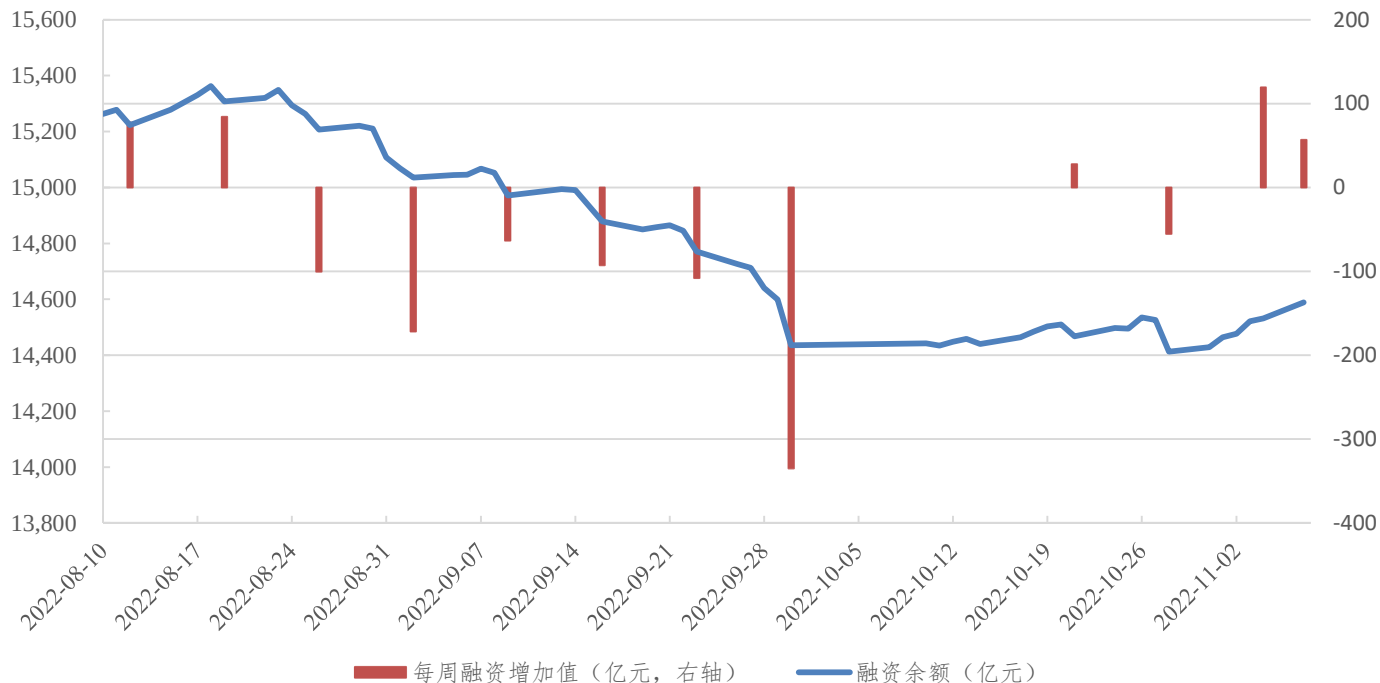


□ 股票市场仍缺乏赚钱效应，基金销售持续低迷，市场仍以存量博弈为主。

股市流动性二：北上资金持续净流出



股市流动性三：进入11月后，融资余额有所企稳



3



PART

2022年11月资产配置观点及逻辑框架

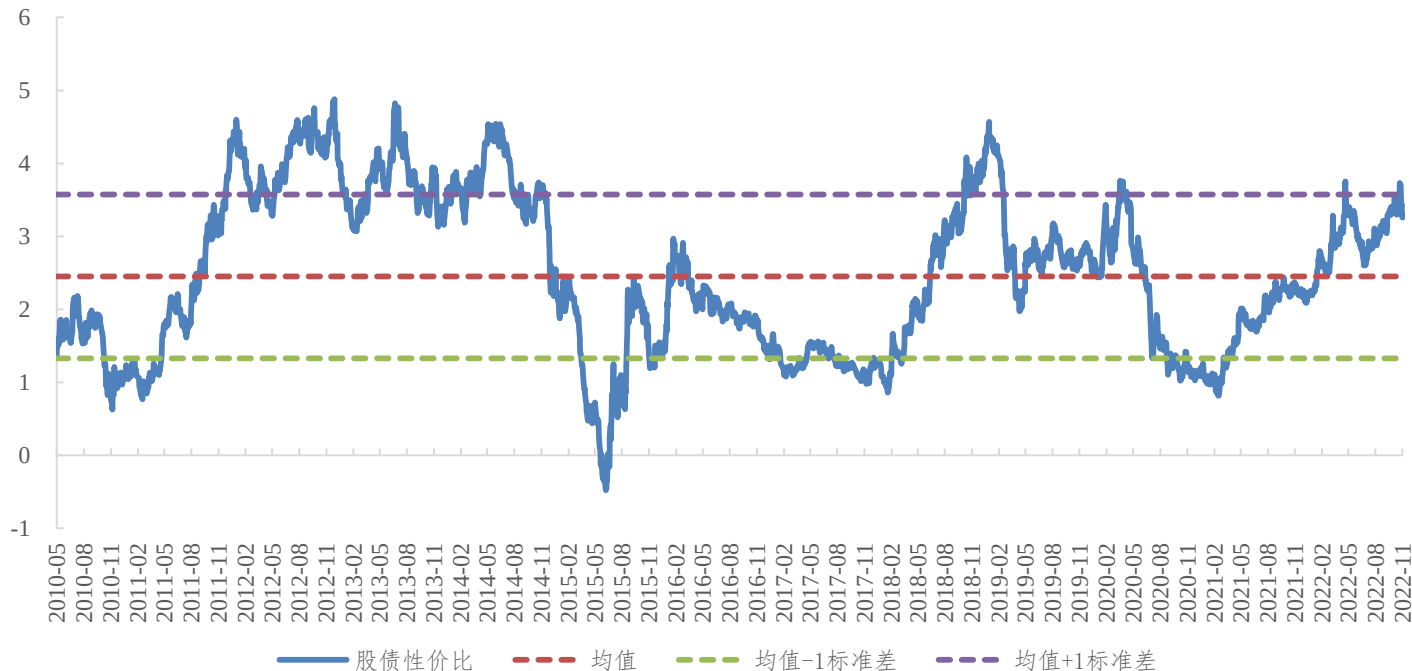
资产配置依据：美债或筑顶+国内经济弱复苏，社融再度回落

重要指标	10运行态势	后续展望
美元指数	截至2022年10月31日，收于111.6	“美强欧弱”优势收敛但仍存在，美元维持震荡
十年期美债收益率 (%)	截至2022年10月31日，收于4.10%	12月加息50bp的概率升至80%，美债或已筑顶
GDP	GDP→PPI↓，宏观经济周期处于弱复苏场景	延续弱复苏格局
PPI		
社融/M2	货币政策处于“弱信用+宽货币”政策组合	社融再度回落，流动性仍需呵护
DR007		
股权风险溢价率	股票性价比高	
风险事件	疫情不确定、地产销售不及预期、中美关系超预期恶化、美联储鹰派超预期、美国经济衰退超预期等	

FED模型——股债风险溢价率

- 该指标蕴含着权益市场的预期收益率能高出无风险收益率多少，显然，这个溢价越高，权益资产表现可能越好。当前股票性价比高。

万得全A市盈率（TTM）倒数-10年期国债收益率



资产配置观点：蓄势待发

资产大类	资产细分	观点	短期建议	中长期建议
股票	A股	相对乐观	标配+	标配+
	港股	底部企稳回升、趋势性行情需国内基本面配合	标配+	标配+
	美股	阶段性反弹	标配+	标配
债券	利率债	短期相对谨慎	标配-	标配
	信用债	看好城投债，注意尾部风险	标配	标配
商品	大宗商品	区间震荡	标配	标配
	原油	宽幅震荡	标配	标配-
	黄金	相对看好人民币计价的黄金	标配+	标配+

注：根据大类资产未来预期表现，分别给予超配、标配+、标配、标配-、低配五个评级；具体配置比例综合考量各类资产历史风险收益特征和各类资产之间的阶段性比价。

权益市场：相对乐观

- ❑ **A股**：虽然国内经济数据仍呈现“弱复苏”格局，但权益市场已出现3点边际利好：一是美国通胀超预期回落、海外流动性压力减轻；二是国内防疫政策优化调整；三是稳地产的政策密集落地，且力度不断加大。叠加当前A股市场在估值、股债相对吸引力方面处于中长期非常有吸引力的位置，因此持有相对乐观态度。建议关注地产、消费、医药等相关低估值价值回归以及自主可控的安全领域等机会。
- ❑ **港股**：海外流动性压力缓解、港股或底部企稳回升、趋势性行情需国内基本面配合。
- ❑ **美股**：通胀拐点或已现，联储加息或将进入下半场，12月加息50bps概率较大，美股或迎来由估值修复驱动的短期阶段性反弹。

债券市场：短期相对谨慎

- **利率债：**去年下半年以来，疫情与地产是国内经济修复的两大制约，也构成了债市做多的底层逻辑。近期在防控优化的同时，地产方面也有持续的增量政策出台，底层逻辑开始发生一些变化，短期对利率债持相对谨慎态度。
- **信用债：**大基建及财政的背景下，短期来看城投债，尤其是公开债，出现实质性违约的可能性不大。考虑到城投尾部风险在积聚上行，当前更为推荐高等级拉久期策略，短久期下沉策略的性价比在下降，但可以在控制好久期的情况下适当博弈超额价值。

商品市场:区间震荡

- ❑ **大宗商品**：需求趋弱仍是主要逻辑。全球经济下行压力加大，国内外需求均面临走弱预期，整体走势大概率震荡偏弱。
- ❑ **原油**：短期油价或仍将维持宽幅震荡格局，供应端博弈和衰退风险仍为主导油价中期走势的关键因素。需求方面，美国衰退风险将逐步加大，原油需求增长持续转弱的确定性越来越高，供给方面，2022年11月-12月原油供给不确定性仍然较高，将是导致油价大幅波动的关键因素。
- ❑ **农产品**，发改委频繁对猪价进行调控，企业带头出栏，猪价顶部承压，同时年末需求旺盛提供底部支撑，预计维持高位震荡。
- ❑ **贵金属**：只要海外通胀拐点与美联储紧缩政策拐点不确定，宏观环境仍不利于黄金价格。后续，随着美国经济衰退，避险情绪下金价在中长期存在上行空间。由于全球负收益率债券规模从高点的18万亿美元下降到目前的2万亿左右，相对于美元计价的黄金，更看好以人民币计价的黄金。

免责声明

- 本报告由中建投信托股份有限公司（以下简称“本公司”）资本市场业务总部投研团队撰写发布，仅代表公司资本市场业务总部投研团队的观点和立场。
- 报告中的相关信息来源于本公司认可的已公开资料或其他信息，但本公司对该类信息的准确性及完整性不作任何保证。
- 本报告仅为报告出具日的观点、评估及预测，本公司对报告内容可在不发出通知情形下做出更改。
- 在不同时期，公司投研团队可能发布与本报告观点不一致的研究报告。
- 本报告内容仅供参考，所载观点不构成对任何特定投资者的建议。
- 本报告版权仅为本公司所有。
- 本文数据来源：Wind，中建投信托。

An aerial photograph of a city skyline, likely Chicago, with numerous skyscrapers and buildings. A large, semi-transparent silhouette of a person's head is overlaid on the left side of the image, facing right. The word "THANKS!" is written in large, bold, black capital letters across the center of the image, enclosed within a red rectangular border. A small white triangle points upwards towards the bottom center of the text.

THANKS!